浙商证券股份有限公司
ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

玻尿酸双重壁垒+先发优势，寡头企业分赛道坐享红利

——时代性大趋势系列：化妆品行业深度之原料黄金“玻尿酸”

浙商中小盘

2020年8月

分析师	邱冠华	**联系人**	余剑秋	**联系人**	汤秀洁
证书编号	S1230520010003	**邮箱**	yujianqiu@stocke.com.cn	**邮箱**	tangxiujie@stocke.com.cn

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术(www.zuihaoziyuan.com)专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注PDF）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

投资要点

1、投资建议

◆ **三大高景气度行业红利一触即发，下游品牌分散格局更迭，但上游寡头竞争格局稳固，从受益确定性、受益强度来看均应聚焦坐享细分赛道红利的上游龙头。**

➢ **需求端：玻尿酸应用领域同时覆盖三大医疗健康+化妆品+保健食品三大高景气度行业，其中医美+功能性精细护肤更是细分赛道中高增长的典范，行业红利一触即发。1）医疗健康：**全球医疗健康行业市场规模稳步上升，中国医疗产业规模保持10%以上增速。玻尿酸主要应用于眼科、骨科和医美细分领域中，其中玻尿酸作为眼科粘弹剂用于白内障手术，中国白内障手术数量复合增速近17%，促使18年眼科治疗玻尿酸产品市场规模超16亿元；中国治疗骨关节炎注射类药物市场规模18年达98.2亿元；中国医美消费人数近年保持30%左右高增长，且注射医美中，玻尿酸注射占比高达2/3。**2）化妆品：**15-19年我国化妆品市场规模复合增速11%，成分党兴起使得含功能性成分、功效明确的中高端精细护肤品类高增长。**3）保健食品：**18年中国保健食品行业规模约1627亿，同比增速为9.8%，目前已注册的含透明质酸的保健食品仅二十余种占比较小，后续渗透潜力大。

➢ **供给端：玻尿酸双重技术壁垒夯实行业护城河，寡头两大先发优势难再复制，在终端需求高增长及应用领域拓展背景下，寡头坐享行业红利。**1）无论是玻尿酸原材料发酵、还是终端产品研发，均面临较高技术要求，层层夯实产业壁垒。2）玻尿酸行业发展前期，龙头企业瓜分存量需求市场并为后续研发及扩产奠定基础，前期技术投入和产能扩张带来的效率和成本先发优势难以超越。

➢ **建议关注：四大玻尿酸龙头在各自赛道积累禀赋，多点发力，依靠技术壁垒+先发优势形成寡头竞争市场。1）爱美客**深耕医美领域，医美终端产品销售额居国产品牌第一；**2）昊海生科**专注眼科+骨科终端产品，形成全产业布局，在中国骨科和眼科手术市场占有率均位于首位；**3）华熙生物**研发技术雄厚建立成本壁垒，规模生产能力强，透明质酸原料销量为全球第一；**4）鲁商发展**相继收购福瑞达集团和焦点生物，依托两家省级科研院所进军以透明质酸为原料的化妆品、保健食品、眼科及骨科产品的研发和生产，扩产能成未来增长点。

投资要点

2、超预期因素：短期看需求，中长期看供给

- **短期看需求：**医疗健康+化妆品+保健食品增速高、空间广，玻尿酸行业需求激发背景下，行业红利爆发期一触即发。
- **中长期看供给：**一方面，仅寥寥几家龙头有资质也有能力迎合市场，华熙生物+昊海生科+鲁商发展+爱美客细分赛道各自为营，潜在进入者不具备争夺行业红利的竞争实力；另一方面，目前市场多关注存量情况，我们认为各龙头前瞻布局（技术钻研+产能扩充）已准备就绪，未来可灵活转型，重点关注下游细分领域拓宽+产品品类拓增。

3、风险提示

- 自身发展不及预期风险；
- 新产品市场营销推广风险；
- 医药行业监管政策变化风险；
- 行业技术更新换代及人才流失风险。

目录

CONTENTS

01 **时代机遇**

背景现状：技术突破+应用领域广

医疗健康：传统眼科骨科+新兴医美

化妆品：颜值经济+成分党追捧

保健食品：疫情催化+应用深入

02 **资源禀赋**

原料：华熙生物+焦点生物

应用：华熙生物（化妆品）+福瑞达（医疗+化妆品）+昊海生科（医疗）+爱美客（医美）

03 **建议关注**

爱美客+昊海生科+华熙生物+鲁商发展

01 时代机遇

背景：技术突破+领域

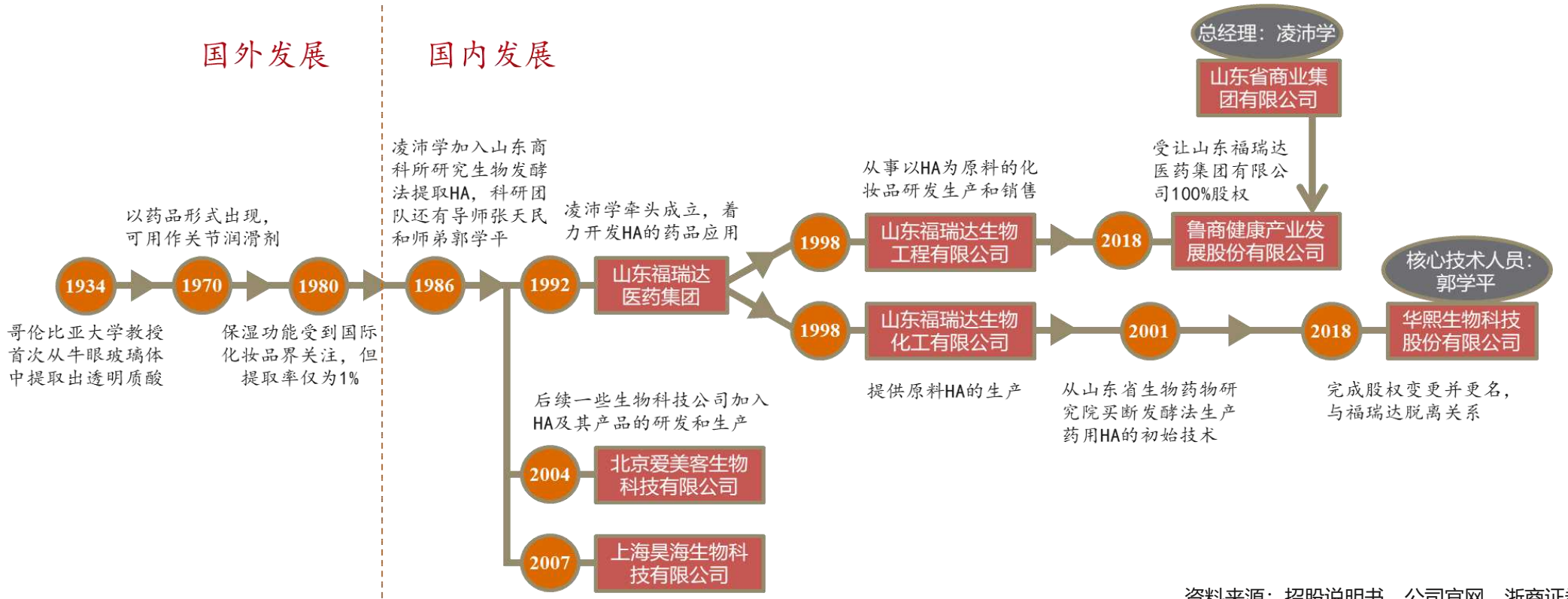
医疗健康：传统眼科骨科+新兴医美

化妆品：颜值经济+成分党追捧

保健食品：疫情催化+应用深入

1.1 背景一：国内玻尿酸（HA）尖端人才集中，技术先同源再分化

- **1934-1984发展初期：**1934年哥伦比亚大学的眼科教授Meyer和他的助手从牛的眼睛玻璃体中分离出一种新型材料，并将其命名为透明质酸。在行业发展初期，HA只能从动物组织内提取获得，提取分离过程复杂、提取率极低、增加了成本。
- **1985-2010快速发展期：**1985年资生堂率先开始采用微生物发酵法制备透明质酸。1986年国内学者凌沛学加入山东商科所研究生物发酵法提取HA并于1992年牵头成立山东福瑞达医药集团，其中福瑞达生物工程有限公司从事以HA为原料的化妆品研发生产和销售，福瑞达生物化工有限公司提供原料HA的生产。**前者现属于鲁商发展的子公司，后者现股权变更为华熙生物科技股份有限公司。**这个阶段同样参与HA生产加工的公司还有**爱美客**以及**昊海生科**。
- **2010年后稳定发展时期：**HA生产工艺逐渐成熟，行业迈入稳定发展期。这一阶段，HA行业向着更安全、更高科技、更细分的方向发展。并且交联技术的出现，进一步扩大了透明质酸的应用场景。



资料来源：招股说明书，公司官网，浙商证券研究所

背景二：医疗健康+化妆品+保健食品三大高景气度应用领域

- **透明质酸(HA)又称玻尿酸，是一种高分子粘多糖，由双糖单位D-葡萄糖醛酸及N-乙酰葡糖胺组成。**

  保湿性：在一定浓度的水溶液状态下，HA分子在空间上呈刚性螺旋柱状结构，柱状内侧由于存在大量的羟基可将结合的水分子锁定在螺旋柱状结构中，使得水分不易流失，因此具有优异的保湿功能。

  粘弹性&润滑性：在大分子量+高浓度的水溶液状态下，HA可在分子间作用下形成双螺旋甚至网状结构，使其在具有保湿性的同时还体现出粘弹性，从而可以保护和抵抗外界压力、摩擦带来的形变，并具有良好的润滑性。

- **透明质酸原料分为医药级（包括滴眼液级和注射级）、化妆品级和食品级。**以HA为主要成分研发的终端产品有骨科注射液、滴眼液、眼科手术粘弹剂、注射美容填充产品、手术防粘连产品、护肤品及保健食品等。

图：HA及衍生物的应用和热门产品

表：HA的分类和主要用途

分类	用途	主要功能
医药级	注射透明质酸	作为润滑或粘弹剂治疗骨关节疼痛
		作为润滑剂预防手术黏连
		作为粘弹剂用于眼科手术
		作为塑性填充剂用于防皱抗衰老
	滴眼液透明质酸	用于减轻药物刺激，延长药效的药物载体
化妆品级	外敷透明质酸	用于各种保湿类护肤品
食品级	食品用透明质酸	用于营养补充食品

资料来源：前瞻产业研究院，公司官网，浙商证券研究所

1.1 背景三：从提取法到发酵法，华熙生物率先实现国内技术突破

- **现有的透明质酸制备方法主要有提取法和发酵法两种。**提取法原料来源有限，产品质量较差，**基本上已被微生物发酵法所替代。**发酵培养基包括蛋白胨、酵母粉、葡萄糖等。发酵结束时进行微生物灭活，然后用有机溶剂沉淀得透明质酸粗品。该粗品溶于盐水中进一步得到纯化后的透明质酸溶液，最后用有机溶剂沉淀并干燥或直接喷雾干燥得透明质酸成品。
- **不同终端产品对透明质酸分子量有严格且差异化要求。**高分子量制备技术要求在分离提纯阶段尽可能降低对分子量的破坏；低分子量制备技术将高分子量降解成低分子量透明质酸，其中**酶解法**不会破坏其化学结构，且反应条件温和，不会造成环境污染，最适合制备寡聚透明质酸。
- 对于作为黏弹性补充疗法或黏弹性填充疗法等应用的透明质酸，**需要修饰透明质酸结构**，使得透明质酸分子更加稳定，延长作用时间。非修饰透明质酸进入人体后会受到透明质酸酶的酶解作用而迅速降解代谢，人体皮肤、眼部、关节存留时间约在1~21 天不等。

图：HA行业技术特点

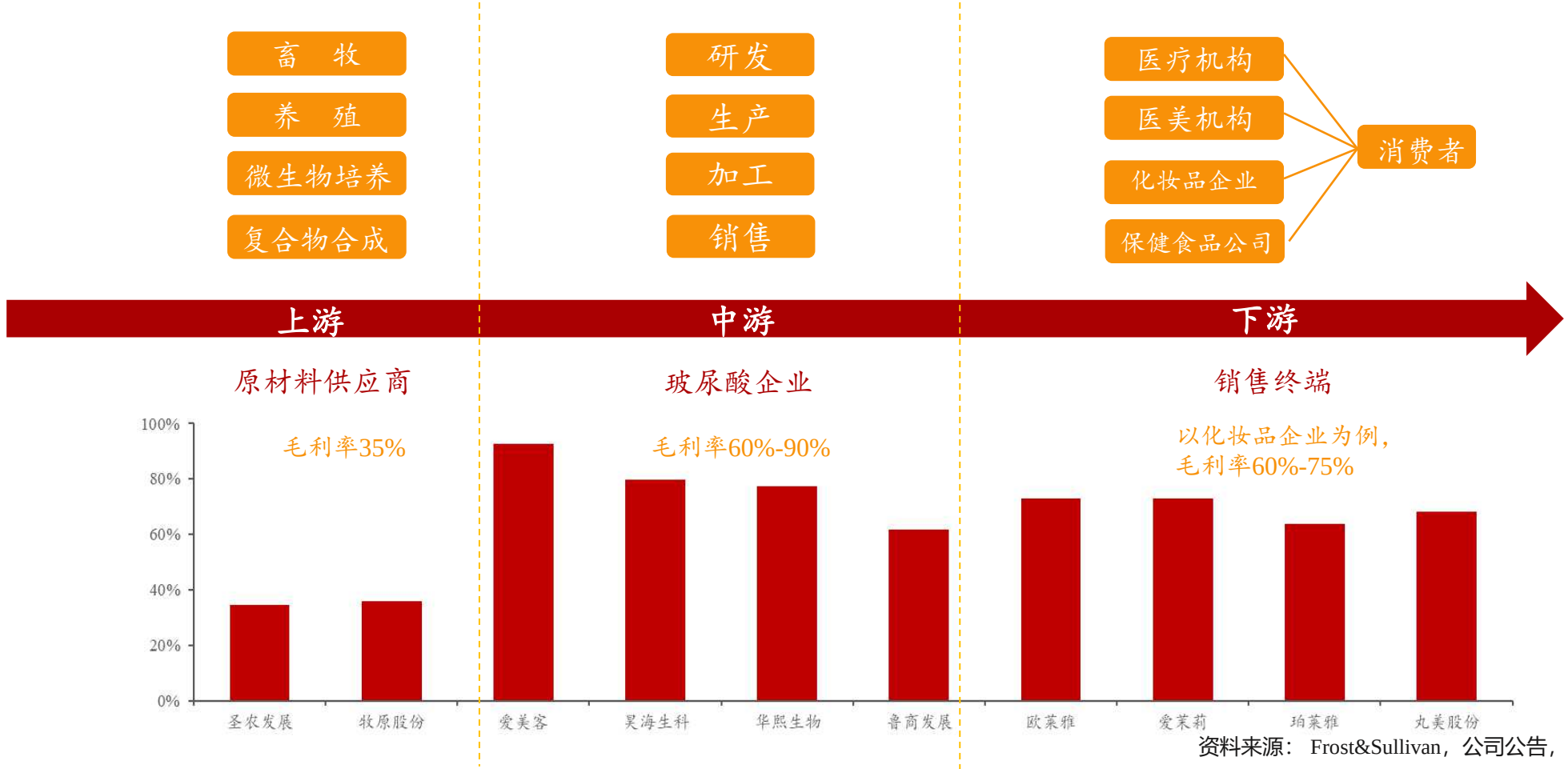
项目	提取法	发酵法
原材料	动物原材料	菌种，生物培养基
原材料来源	受限	易得
工艺	提纯复杂	提纯容易
纯度	低	高
收率	低	高
成本	成本高，应用受限	成本低，应用广泛

	标准	特性	应用领域	备注
高分子量	>2000kDa	具有更好的粘弹性、内聚性和成膜性	眼科粘弹剂等产品	一般介于500kDa~2000kDa，超过此范围的HA生产均比较困难
低分子量	<10kDa	高吸收率且易于渗透到真皮层	医学和化妆品	

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

1.2 现状：从产业链看，中游玻尿酸企业利润巨大最高达90%

- **上游原材料供应商：**初期提取法对畜牧业及养殖业依赖程度较高且供应量不稳定，现在微生物发酵法的普及+培养技术的进步，上游企业供应能力持续提升，将推动行业进一步发展。毛利率较低约为35%。
- **中游玻尿酸企业：**主要负责研发、生产和加工，技术壁垒形成护城河为中游企业带来巨额利润，毛利率高达60%~90%。
- **下游销售终端：**医疗机构和医美机构是下游最大的客户，老龄化加深+医美市场扩大刺激行业迅速发展，毛利率达60%-80%。

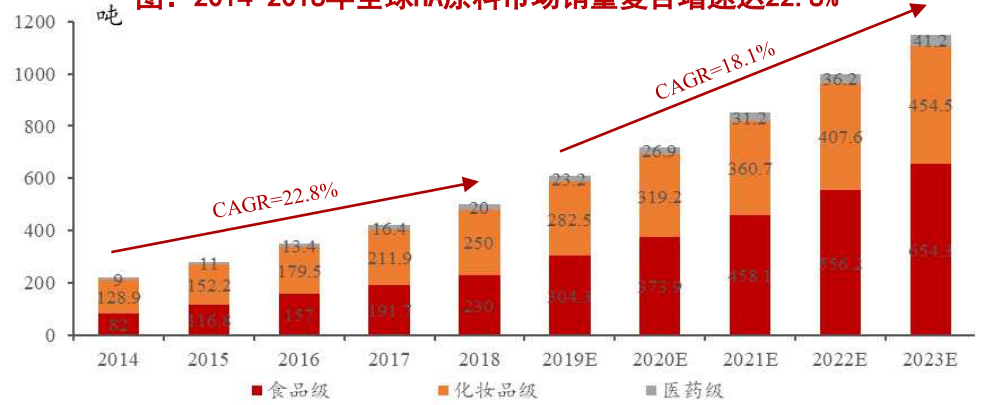


资料来源： Frost&Sullivan，公司公告，浙商证券研究所

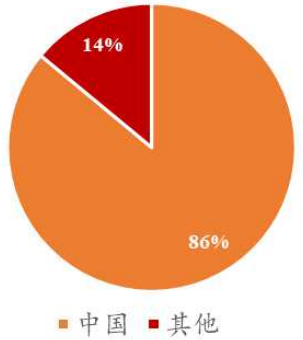
1.2 现状：政策持续开放+终端需求刺激推动HA产销规模不断扩大

- **全球透明质酸原料销量呈高增长，中国是全球最大的原料生产销售国。**2018年全球HA原料销量达500吨，14-18年复合增长率为22.8%，预计未来五年将保持18.1%的高复合增长率，2023 年销量可增长至1150吨。从应用领域看，其中食品级、化妆品级和医药级销量可分别增长至654.3吨、454.5吨和41.2吨。全球销量从国家分布看，2018年中国占比全球的86%达430吨，同比增速为19%。
- **高附加值的医药级赛道尚存在较大市场空白。**医药级原料工艺要求较高、技术专利和准入牌照的壁垒，相对于食品级和化妆品级产品产量较低。18年中国医药级HA产品产量占比仅为2.3%，远低于其他国家14.3%的水平，未来具有巨大发展潜力。

图：2014-2018年全球HA原料市场销量复合增速达22.8%

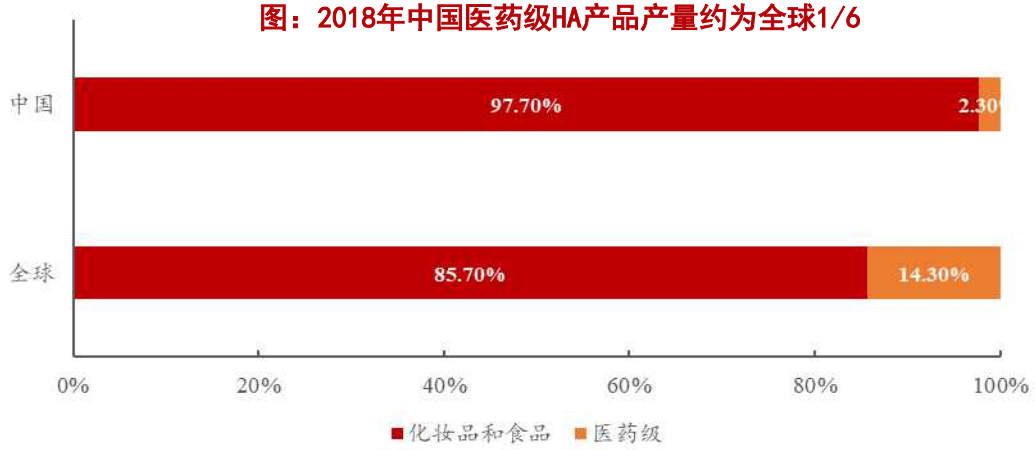


图：2018年中国全球HA原料销量占比86%



图：2018年中国HA原料市场销量达430吨，增速为19%

图：2018年中国医药级HA产品产量约为全球1/6



资料来源：前瞻产业研究院，招股说明书，浙商证券研究所

1.3 医疗健康：行业呈高景气度，带动医药级HA终端产品增长

- **医疗健康行业市场规模稳步上升，中国医疗产业规模保持10%以上增速。**2017年全球医疗健康市场总销售规模约为 1.77 万亿美元，其中制药和生物技术行业约为1.2万亿美元。从市场结构来看，发达国家仍居主导地位但市场增速放缓，中国受益于较高经济增速+人口数量增长+政府投入增加，2017年医疗产业规模同比增速11%达5901亿元，有望迎来良好发展机遇。

- **中国医药级HA终端产品整体规模增加，其中中国医美市场复合增速达32.3%。**2018年中国医药级HA终端产品整体规模接近70亿元，14-18年复合增速为17.4%；其中医美市场规模大于其它应用领域，18年达37亿元且增速高于其它领域，14-18年复合增长率为32.3%。

图：制药和生物技术销售规模占全球医疗健康行业68%

图：中国医药级HA终端产品市场规模中医美占比最高且复合增速达32.3%

图：中国医疗产业市场规模由10年2133亿元预计17年增长至5901亿元

资料来源：前瞻产业研究院，Frost&Sullivan，浙商证券研究所

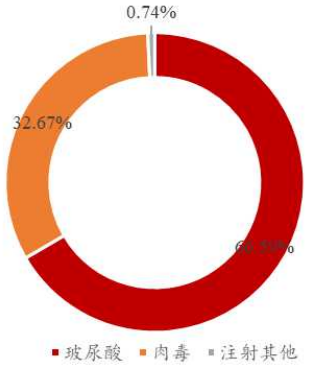
1.3 医疗健康：中国医美消费人数可观，玻尿酸注射项目受市场认可度高

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

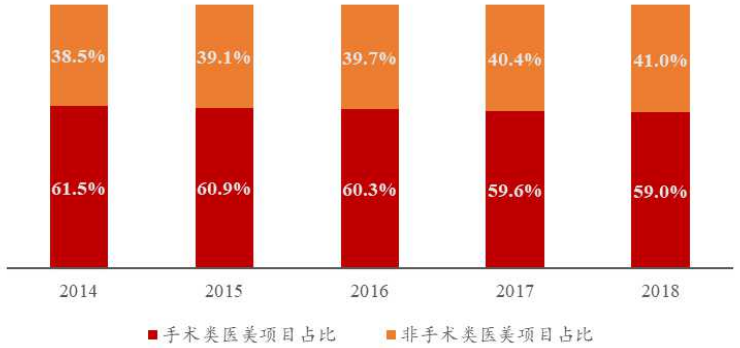
- **2017年中国医疗美容消费者人数高达1410万人，保持27.3%的年复合增长率。**目前中国35岁以上经济能力强，消费能力高的医美消费群体需求量并未完全释放，预计到2022年，中国医美消费者人数将超过3000万人次。
- **从细分领域看，近年来非手术类项目日渐受到爱美人士的追捧。**非手术类风险相对较低、起始花费也较低，其市场份额逐渐增多。2018年，非手术类医美项目市场份额占比为41%，较2014年提高了2.5%。
- **以HA为填充剂材料的注射类项目市场认可度高，中国玻尿酸注射占注射医美67%。**2018年全球共进行整形注射类治疗项目1002.9 万例，其中HA注射项目373万次，占整体注射类项目37%。

图：中国医美消费人数预计2022年可超3000万人

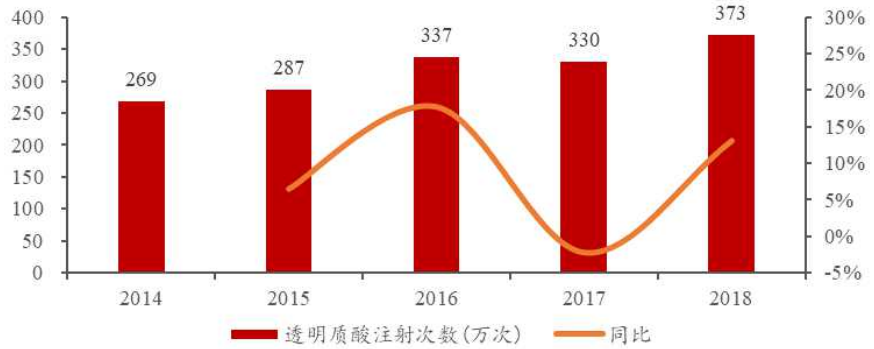
图：中国注射医美中，玻尿酸占比约67%



图：中国非手术类医美项目市场份额逐渐增多



图：2018年全球HA注射次数达373万次，同比增长13%



资料来源：前瞻产业研究院，ISPAS，新氧医美行业白皮书，Frost&Sullivan，浙商证券研究所

1.3 医疗健康：人口老龄化加速使用于眼、骨科治疗的HA产品应用深入

浙商证券股份有限公司 ZHESHANG SECURITIES CO.LTD

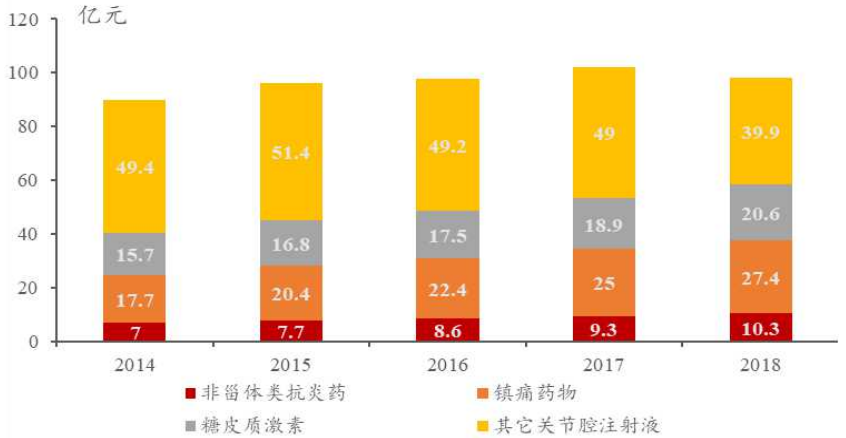
- **中国治疗骨关节炎注射类药物市场规模18年达98.2亿元。**其它关节腔注射药物整体市场从14-18年减少了约9.5亿元，主要原因是近年国家对包括中药注射剂、生长因子及动植物蛋白提取物等辅助用药的处方管理限制增加。但其它关节腔注射药物中的HA注射液可保护病损软骨且不良反应较少，其市场保持稳定增长，14-18年复合增长率为0.6%，展现了较好的市场前景。

- **中国白内障手术数量复合增速近17%，18年眼科治疗HA产品市场规模超16亿元。**眼科粘弹剂主要用于白内障手术，据中华医学会眼科学分会统计，我国60-89岁人群白内障发病率约为80%，目前我国60岁以上人口已达2.5亿，按80%发病率估算，白内障患者人数已达2亿，而手术是目前治疗白内障的唯一方式。

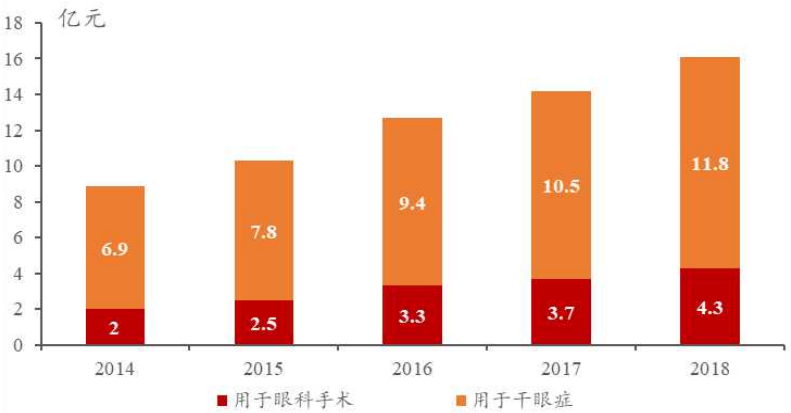
图：中国60岁以上人口数不断增加，18年占比近18%

图：2012-2017年中国白内障手术数量复合增速近17%

图：中国用于治疗骨关节炎注射类药物市场规模在18年达到98.2亿元



图：2018年中国眼科治疗HA产品市场规模超16亿元



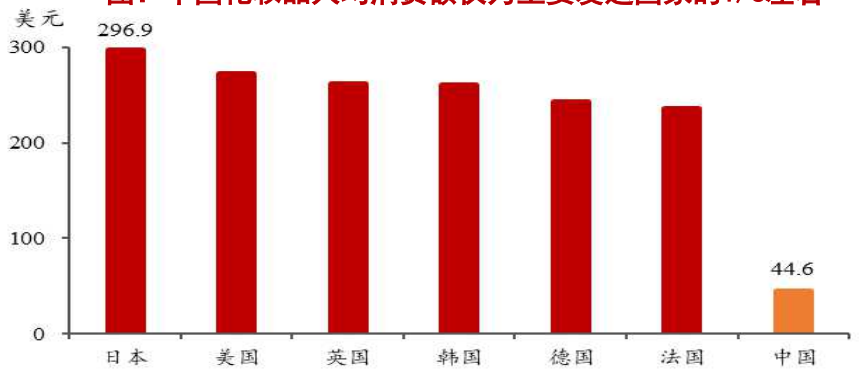
资料来源：国家统计局，中国防盲治盲网，Frost&Sullivan，浙商证券研究所

1.4 化妆品：“颜值经济”下化妆品市场增速提高，成分党更注重功效

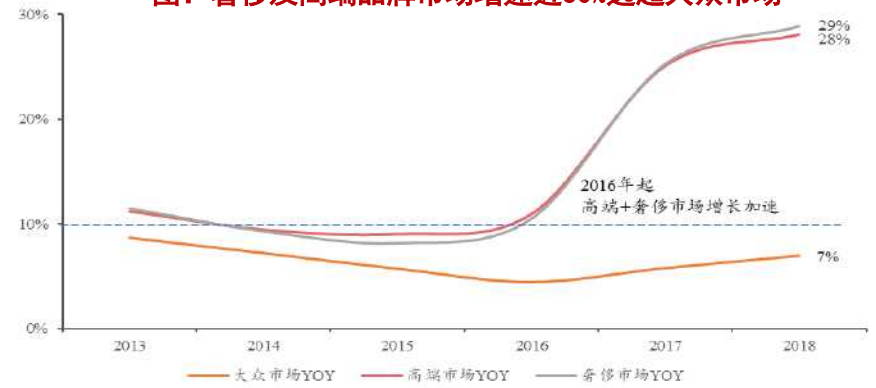
- **化妆品市场呈空间广+增速高的特点，中国化妆品增速明显高于全球平均。**10-18年全球化妆品市场规模复合增速为 2.1%，中国为9.3%，化妆品市场显露良好攀升势头，18年我国化妆品市场规模仅次于美国，以3938亿元位列第二。中国化妆品人均消费仅为发达国家1/6，18年中国人均消费金额45美元，同期日本和美国分别为297和273美元，未来中国化妆品市场具有较广阔增长空间。
- **人均可支配收入增加+消费升级推动产品中高端化，消费者愈发重视效果。**2018年高端市场规模同比增长28%至1096亿元，占比23%；奢侈市场规模同比增长29%至1025亿元，占比22%。16年起高端及奢侈市场增长提速，由10%逐年递增至30%，而同期大众市场增速低于10%。近年消费者追求利用特定成分解决肌肤问题，**有助于具有核心成分、功效明确的中高端功能性护肤品的市场推广。**

图：2010-2018年化妆品市场复合增速，中国9.3%

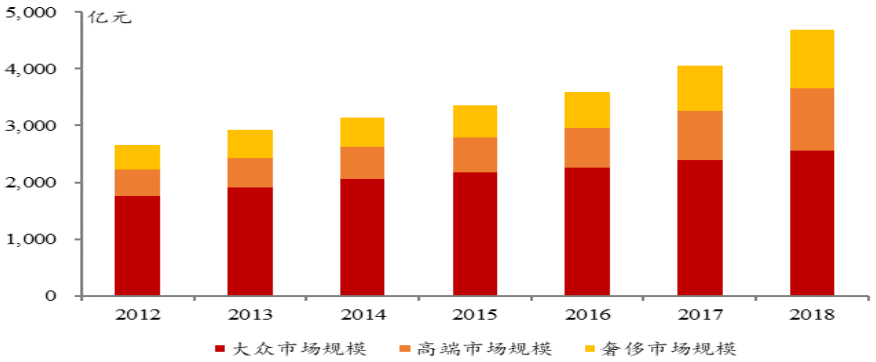
图：中国化妆品人均消费额仅为主要发达国家的1/6左右



图：奢侈及高端品牌市场增速近30%远超大众市场



图：奢侈及高端化妆品规模占比由12年34%提升至18年45%



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

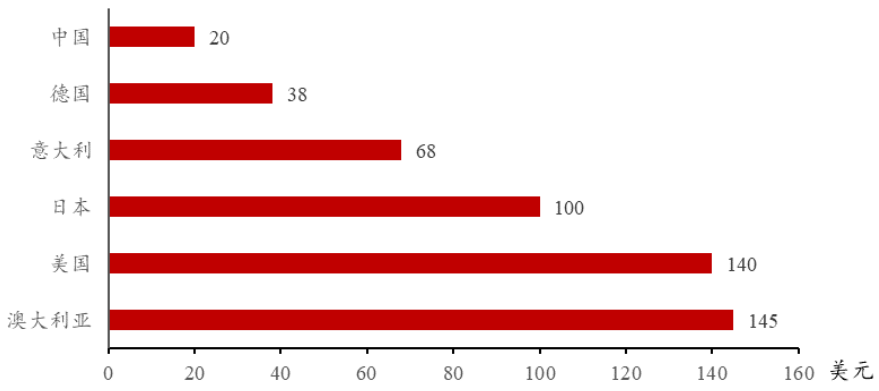
保健食品：具食品+药品双重属性，受重视程度不断加深

- **非典+海外品牌进入刺激行业高速增长。**2003年非典后人们愈加重视身体健康，且2010年前后海外知名品牌开始进入国内，市场规模加速扩大。近年来由于监管进一步规范，行业规模增长相对平稳。2018年我国保健食品市场规模超1600亿元，较上年同比增长9.8%，后新冠疫情时代是行业加速发展的窗口期。
- **细分领域中膳食补充剂占主导地位，比重约90%。**保健食品可划分为膳食补充剂（维生素、矿物质等）、体重管理和运动营养三大领域，其中膳食补充剂18年市场规模占比高达90%，体重管理领域的产品针对瘦身节食人群，潜在消费需求不容小觑，运动营养领域主要针对健身和经常运动人群，占比虽小但增速较快。
- **人均消费额与发达国家有较大差距。**目前我国保健食品整体渗透率不高，人均消费仅为20 美元，与澳大利亚（145美元）、美国（140美元）、日本（100美元）仍有差距，保健食品人均消费有较大上升空间。

图：中国保健食品行业市场规模约1627亿，同比增速为9. 8%

图：膳食补充剂领域占保健食品91%

图：中国保健食品人均消费为20美元，约为发达国家的1/7



资料来源：前瞻产业研究院，华经产业研究院，浙商证券研究所

1.5 保健食品：改善皮肤水份+增加骨密度是含HA保健食品主要功能

中国对HA性能的深入研究使其在食品领域的应用逐渐丰富，需求量将不断提高。2008年中国将透明质酸批准为新资源食品原料，使用范围为保健食品原料，食用量≤200毫克/天 。我国对保健食品实行注册+备案制度，监管严格，目前已注册的含透明质酸的保健食品有二十余种，其中改善皮肤水分功能的有14种，占所有改善皮肤水份保健食品的15%，增加骨密度的有13种。

表：中国已注册的含HA保健食品

	产品	功能	批准文号	公司
1	黎妮诗牌黎妮诗口服液	改善皮肤水份	国食健字J20110003	金铱生命科学股份有限公司
2	姿美堂牌透明质酸钠维生素C胶原蛋白粉	改善皮肤水份	国食健注G20190176	北京姿美堂生物技术有限公司
3	纽崔莱玑源饮品	改善皮肤水份	国食健字G20130388	安利（中国）日用品有限公司
4	昇生源牌海之源粉	增加骨密度	国食健字G20140968	天津铸源健康科技集团有限公司
5	谷比利朗欣片	增强免疫力、增加骨密度	国食健字G20140904	营养屋（成都）生物医药有限公司
6	保灵胶原蛋白透明质酸钠针叶樱桃粉	改善皮肤水份	国食健注G20200167	北京鼎维芬健康科技有限公司
7	中得甲鱼肽粉透明质酸钠颗粒	增强免疫力	国食健注G20200239	杭州中得保健食品有限公司
8	鼎维芬增加骨密度粉	增加骨密度	国食健字G20140201	北京鼎维芬健康科技有限公司
9	透明质酸钠鱼胶原蛋白维E粉	改善皮肤水份	国食健字G20140350	深圳市贝贝健进出口贸易有限公司
10	千林R胶原蛋白透明质酸钠维生素EC粉	改善皮肤水份	国食健字G20140137	广东千林健康产业有限公司
11	优纳康氨糖软骨素钙片	增加骨密度	国食健注G20190321	石家庄优纳康医药科技有限公司
12	修正牌胶原蛋白透明质酸钠维生素C片	改善皮肤水份	国食健注G20140378	吉林修正健康股份有限公司
13	颜如玉牌芝华露口服液	抗氧化、祛黄褐斑	国食健字G20150333	颜如玉医药科技有限公司
14	维固康牌维固欣片	增加骨密度	国食健字G20120489	山东明仁福瑞达制药股份有限公司
15	总统牌透明质酸胶原低聚肽维生素C粉（苹果味）	改善皮肤水份、抗氧化	国食健注G20120010	北京同仁堂健康药业股份有限公司
16	嘉利康牌胶原蛋白透明质酸钠粉	改善皮肤水份	国食健字G20141227	杭州嘉利康食品工程有限公司
17	东北健宜R氨糖硫酸软骨素胶原蛋白维D3钙胶囊	增加骨密度	国食健注G20140680	东北制药集团沈阳第一制药有限公司
18	胶原蛋白透明质酸维生素C粉	改善皮肤水份	国食健字G20120558	上海金好尔保健食品有限公司
19	金岚普牌益力宁片	增加骨密度	国食健字G20140238	北京鼎维芬健康科技有限公司
20	康富森牌乳矿物盐盐酸氨基葡萄糖硫酸软骨素钠片	增加骨密度	国食健注G20140495	山东益宝生物制品有限公司
21	同仁堂牌透明质酸海洋鱼胶原肽粉（桔子味）	改善皮肤水份、抗氧化	国食健字G20120011	北京同仁堂健康药业股份有限公司
22	万润牌靖风颗粒	增加骨密度	国食健注G20140608	烟台万润药业有限公司
23	海明健牌优活胶囊	抗氧化、改善皮肤水份	国食健字G20150699	华熙生物科技股份有限公司
24	胶原蛋白透明质酸钠维生素C粉	改善皮肤水份	国食健字G20140493	北京鼎维芬健康科技有限公司
25	美乐家牌径捷能胶囊	增加骨密度	国食健字G20160242	仙乐健康科技股份有限公司
26	济生源风松钟片	增加骨密度	国食健字G20140624	健码制药（广东）有限公司
27	淘源记诺力固胶囊	增加骨密度	国食健字G20140319	江苏江大源生态生物科技股份有限公司
28	白特丽亚透明质酸胶原蛋白玫瑰葡萄籽胶囊	改善皮肤水份、祛黄褐斑	国食健字G20140498	营养屋（成都）生物医药有限公司

资料来源：国家市场监督管理总局，浙商证券研究所

1.5 保健食品：行业监管政策趋严，龙头企业优势凸显

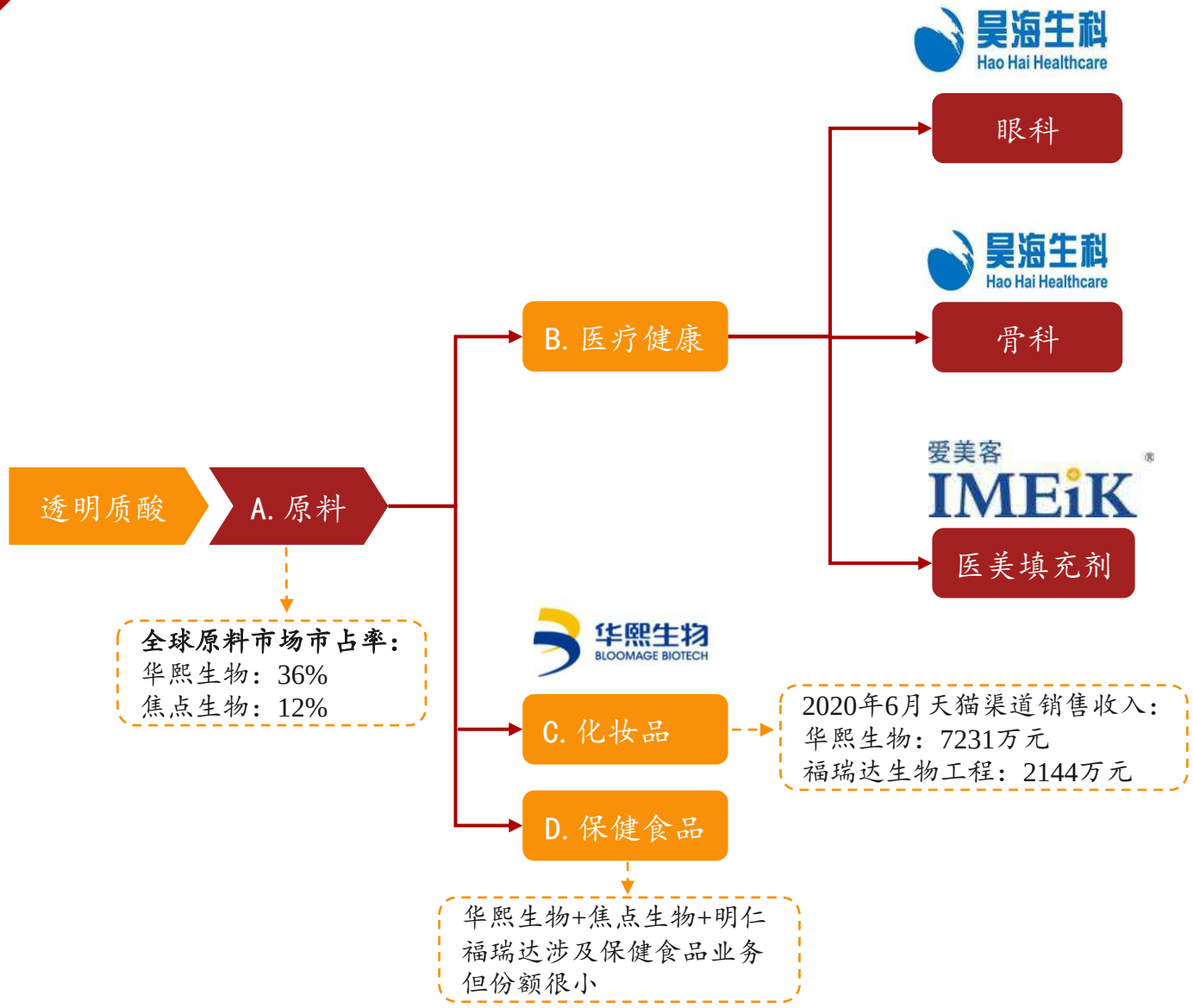
- **国家从政策上对于保健品行业实行了严格监管。**2016-2019年，国家从保健食品生产许可审查细则、保健食品虚假宣传整治、保健食品营销等多个方面颁布了多项政策上对保健品行业开展监管。
- 在19年保健食品得到最严监管后，市场将得到进一步规范，而**强者恒强，利于龙头企业凸显。**

时间	机构	政策文件	具体内容
2016-11	国家食品药品监管总局	《关于印发保健食品生产许可审查细则的通知》	保健食品生产厂区整洁卫生，洁净车间布局合理，符合保健食品良好生产规范要求。空气净化系统、水处理系统运转正常，生产设施设备安置有序，与生产工艺相适应。
2017-11	食品药品监管总局办公厅	《关于印发食品、保健食品欺诈和虚假宣传整治工作实施方案的通知》	保健食品的标签、说明书不得涉及疾病预防、治疗功能，内容应当真实，与注册或者备案的内容相致，载明适宜人群、不适宜人群、功效成分或者标志性成分及其含量等，并声明“本品不能代替药物”。保健食品的功能和成分应当与标签、说明书相一致。
2018-12	市场监管总局	《关于进一步加强保健食品生产经营企业电话营销行为管理的公告》	各地市场监管部门要把电话营销列入保健食品日常监督管理重要内容，督促企业切实履行主体责任，规范电话营销行为。重点加强保健食品虚假宣传、明示或暗示疾病预防或治疗功能等行为的监督检查。
2019-8	国家市场监管总局	《保健食品标注警示用语指南》	自2020年1月起，在产品最小包装物的主要展示版面上设置警示区，明确标注“保健食品不是药物，不能代替药物治疗疾病”警示语。
2019-10	国家市场监督管理总局	《保健食品原料目录与保健功能目录管理办法》	有下列情形之一的，不得列入保健功能目录：1)涉及疾病的预防、治疗、诊断作用；2)庸俗或者带有封建迷信色彩；3)可能误导消费者等其他情形。
2019-12	国家市场监督管理总局	《药品、医疗器械、保健食品、特殊医学用途配方食品广告审查管理暂行办法》	保健食品广告的内容应当以市场监督管理部门批准的注册证书或者备案凭证、注册或者备案的产品说明书内容为准，不得涉及疾病预防、治疗功能。保健食品广告涉及保健功能、产品功效成分或者标志性成分及含量、适宜人群或者食用量等内容的，不得超出注册证书或者备案凭证、注册或者备案的产品说明书范围。

资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

02 资源禀赋

透明酸钠产品细分行业领域看点



公司	营业收入(百万元)	看点
昊海生科	673	昊海生科眼科手术拥有完整的人工晶状体产品组合，占国内近一半市场规模
博士伦福瑞达	336	
华熙生物	64	

公司	营业收入(百万元)	看点
昊海生科	301	昊海生科骨科产品领域拥有玻璃酸钠注射液+医用几丁糖，占据国内市场规模1/4
博士伦福瑞达	90	
华熙生物	103	

公司	营业收入(百万元)	看点
爱美客	320	爱美客主打医美领域，2018年销售额国产品牌中占比第一
昊海生科	268	
华熙生物	245	

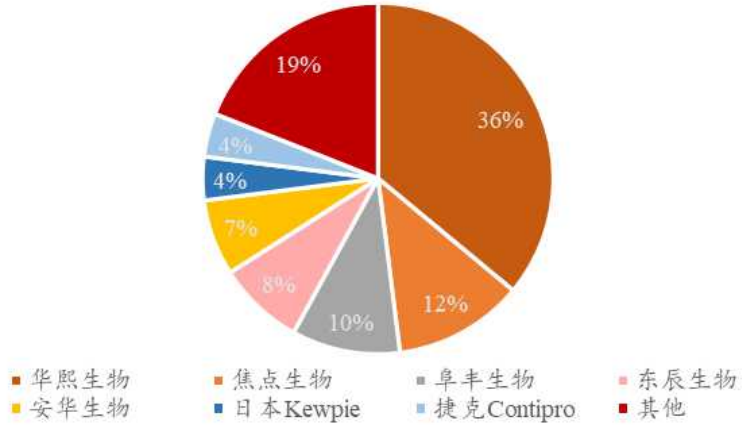
注：爱美客和华熙生物营业收入系根据 Frost&Sullivan 销售额占比数据和昊海生科营业收入测算得出。

资料来源： 公司年报，淘数据， Frost&Sullivan，浙商证券研究所

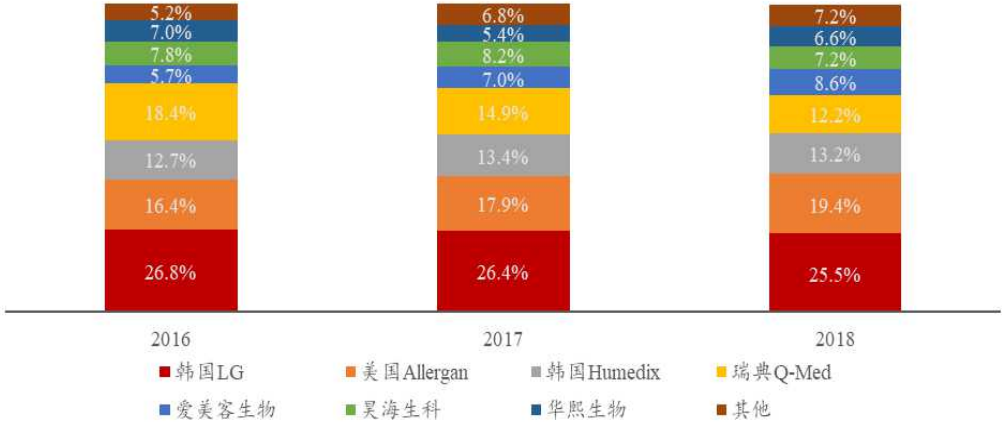
02 透明质酸市场集中度高，国产企业竞争行业龙头

- **全球透明质酸原料销量CR5均为中国企业，市场集中度较高。**其中华熙生物是世界最大的透明质酸生产及销售企业，18年销量占比36%。
- **从医美产品市场看，进口品牌产品仍占据市场的主导地位。**国产品牌销量高但单价低，18年中国CR3销量占42.4%，对应销售额占比仅为23.4%，其中爱美客为国产龙头。
- **从骨科手术市场看，国产品牌占主要地位，国产化率高达81.6%。**其中昊海生科市占率位居第一，18年市占率为26.6%，其次为山东博士伦福瑞达。华熙生物的市占由16年的0.6%快速提升至2018年的9.1%，增速亮眼。
- **从眼科手术市场看，国产品牌在眼科粘弹剂领域占主导。**其中昊海生科位列第一市占率超40%，山东博士伦福瑞达的市场份额在20%以上位列其后。

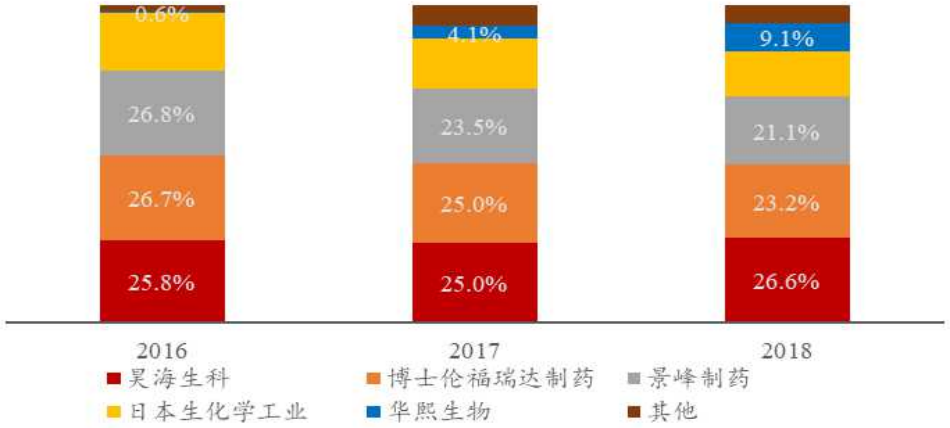
图：全球HA原料销量top5均为中国企业



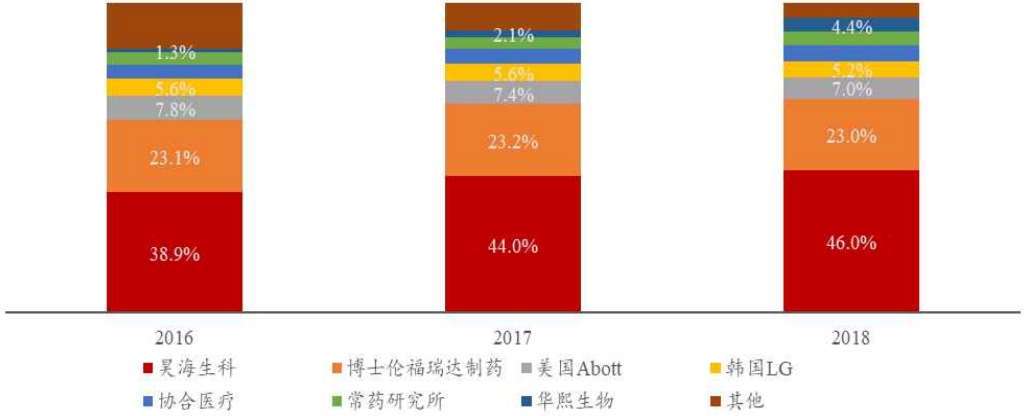
图：医疗美容HA产品中进口品牌占主导，爱美客为国产第一



图：中国骨关节炎注射HA产品国产化率达82%，昊海居第一



图：昊海生科占中国眼科手术HA产品销售额的46%



资料来源： Frost&Sullivan，浙商证券研究所

产品之原材料：华熙生物覆盖盈利和技术水平更高的医药领域

- **华熙生物生产的HA产品包括医药级、外用级和食品级三大品类、**近 200 个规格，产品已出口至美国、欧盟、日本等 40 余个国家和地区；鲁商发展2019年收购焦点生物，拓展HA原料开发和销售业务，其生产HA主要应用与化妆品级和食品级。
- **医药级产品售价高，盈利能力强**，质量控制最为严格，需要控制原料“内毒素”等杂质水平以确保终端制剂产品的安全性。焦点生物主要覆盖食品级和化妆品级。

表：华熙生物原料产品覆盖盈利和技术水平更高的医药领域

公司	产品分类		产品名称	产品用途
华熙生物	用于医药领域	医药外用级	Hyature®玻璃酸钠	滴眼液，隐形眼镜护理液，外用药物，口服制剂等
		注射级	Hyature®玻璃酸钠	眼科黏弹剂，软组织填充剂，防粘连剂，膝关节炎、骨关节炎和肩周炎改善用药等
		医疗器械级	Hyature®透明质酸钠	伤口愈合外用制剂，腔道润滑剂，药物载体等
				眼科黏弹剂，软组织填充剂，防粘连制剂等
				膜制剂等
	用于化妆品领域	透明质酸钠原料	Hybloom®透明质酸钠，高分子 /低分子/寡聚/酶切寡 聚透明质酸	天然保湿因子；优良的润滑性和成膜性；增稠和稳定乳化作用；水合角质层，营养肌肤；防晒及晒后修护；用于护肤、发用、彩妆、清洁等产品
			纳诺 HA®酶切寡聚透明质酸钠	透皮吸收，深层保湿，修护受损细胞，抗氧化，抗衰老；用于护肤产品
		透明质酸钠衍生物	Hyacolor®油分散透明质酸钠	天然呵护，保湿滋润，改善粗糙，丰唇，修护；用于彩妆产品
			cationHA®高亲和性透明质酸钠	高亲和性，耐冲洗，渗透修护，增强头皮屏障功能，降低表面活性剂的刺激，良好的相容性；用于洗护产品
			Hymagic®-AcHA 乙酰化透明质酸钠	高吸肤性，双倍保湿力，修护皮肤屏障，增加皮肤弹性；用于护肤产品
			Hyacross®透明质酸弹性体	隐形防护，抵御紫外线，隔离污染物， 长效保湿，增加皮肤弹性，减少皮肤粗 糙度；用于护肤产品
			熙敏修TM超活透明质酸	透皮吸收，抑制炎症因子释放，修护皮肤屏障；用于护肤产品
	用于食品领域		HAPLEX®透明质酸钠	改善皮肤水份，增加骨密度，抗氧化，对胃黏膜损伤有辅助保护作用；用于胶囊、片剂、冲剂、口服液等保健食品或饮料、糖果等普通食品
焦点生物	用于化妆品领域		Focusbeauty HA化妆品级透明质酸钠	长效保湿，柔嫩肌肤；用于护肤品、清洁品、发用品
			5M Hyaskin多重玻尿酸精华液	用作精华、护肤品
			Treme HA 植物性透明质酸	高效保湿，抗氧化抗衰老，肤感改善；适用于精华液、面膜、膏霜、乳液、护肤水等化妆品
			HA Plus透明质酸	用于洗护、清洁类和护肤品类产品
			Hyaoligo超低分子透明质酸钠	深层保湿，营养皮肤，修复受损细胞
			Hyrines 透明质酸溶液	头发表面形成致密防护膜，减少水分流失，长效保湿，改善头皮屏障功能；用于护发产品
	用于食品领域		Focushealth HA食品级透明质酸钠	改善皮肤水份，增加骨密度
			硫酸软骨素	参与制造骨骼，保持关节的滑顺作用，纾解关节疼痛
			Hyafood	补充皮肤和眼球水分，促进软骨修复，提高免疫力，保护胃黏膜、腔道润滑等

资料来源： 公司官网，招股说明书，浙商证券研究所

2.1 产品之医美：爱美客深耕医美领域，华熙零售价格略占优势

- 爱美客产品主要针对面部、颈部褶皱皮肤的修复，研发出多项国内首款产品，其市场定位精准，每款产品各具特色，在**技术运用、适用范围、注射和植入层次上有所区别**，满足消费者多样化需求。
- 昊海生科除拥有“海薇”、“姣兰”两大玻尿酸品牌外，**在创面治疗领域逐渐发力，研发重组人表皮生长因子产品。**
- 在同类产品零售价格比较中，受益于核心技术降低生产成本，**华熙生物产品零售价格略低于其余公司。**

表：华熙生物产品零售价略低于可比公司

公司	产品	零售价格区间（元）
昊海生科	海薇1ml	500-1500
	姣兰1ml	3000-4000
华熙生物	润百颜白紫1ml	500-1000
	润百颜黑金1ml	480-2800
爱美客	爱芙莱1ml	700-3000
	嗨体1.5ml	1500-3000

注：上述零售价格区间来源为新氧、大众点评丽人公开检索，主要选取大型美容连锁医院报价。 通常报价中含医师服务费，由于促销力度、医生级别等原因，价格区间范围较大

表：医疗美容终端产品比较

公司	产品名称	主要品牌	产品用途
爱美客	医用羟丙基甲基纤 维素-透明质酸钠溶液	逸美	国内首款透明质酸钠类注射填充剂，用于填充额部、鼻唇部
	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	宝尼达	国内首款含PVA微球的透明质酸钠注射填充剂，用于填充额部、鼻唇部
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	爱芙莱&爱美飞	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料，用于填充鼻唇沟
	注射用透明质酸钠复合溶液	嗨体	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料，用于填充颈部
	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	逸美一加一	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料，用于填充额部、鼻唇部
	聚对二氧环己酮面部埋植线	紧恋	国内首款面部埋植线产品，用于填充鼻唇沟
昊海生科	注射用交联透明质酸钠凝胶	海薇	真皮组织填充剂，适用于面部真皮组织下中层至深层注射
	注射用修饰透明质酸钠凝胶	姣兰	
	重组人表皮生长因子	-	适用于新鲜和陈旧的皮肤创面的治疗
华熙生物	注射用修饰透明质酸钠凝胶	润百颜	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹
	注射用修饰透明质酸钠凝胶（含利多卡因）	润致	

资料来源： 招股说明书，浙商证券研究所

产品之医美：爱美客在内资品牌中最早持有NMPA认证

- 目前，中国有14家海内外企业持有NMPA（国家药品监督管理局）认证，可生产销售医疗美容用透明质酸填充剂，其中内资企业有8家，**爱美客、华熙生物和昊海生物热销品牌均在其中，其中爱美客的“逸美”品牌在内资品牌中最早上市。**

表：中国医疗美容透明质酸产品市场NMPA认证企业

企业类别	企业名称	品牌名称	上市时间	核心成分
内资企业	爱美客生物	逸美	2009年	非交联HA+羟丙基甲基纤维素
		宝尼达	2012年	非交联HA+羟丙基甲基纤维素+PVA微球
		爱芙莱	2015年	双相交联HA+利多卡因
	华熙生物	润百颜	2012年	双相交联HA
		润致	2016年	双相交联HA+利多卡因
	昊海生物	海薇	2013年	单相交联HA
		姣兰	2016年	单相交联HA
	蒙博润生物	舒颜	2014年	双相交联HA
	科研生物	法思丽	2014年	双相交联HA
	协合医疗	欣菲聆	2015年	双相交联HA
	和康生物	肤媄登	2016年	双相交联HA
	常州药物研究所	碧萃诗	2018年	双相交联HA
外资企业	O-Med	瑞蓝2号	2008年	双相交联HA
		瑞蓝3号/Lyft/Perlane	2018年	双相交联HA
	艾尔建	乔雅登	2015年	单相交联HA
	LG	伊婉 classic s/plus	2013年	双相交联HA
		伊婉 volume s	2014年	双相交联HA
		伊婉 volume plus	2016年	双相交联HA+利多卡因
	Humedix	艾莉薇	2015年	单相交联HA
	CROMA	Princess	2017年	单相交联HA
	CG Bio	DANAE 达纳伊	2019年	双相交联HA

资料来源： Frost&Sullivan，浙商证券研究所

2.1 产品之骨科+眼科：昊海拥有全产业布局占绝对优势

- **在骨科领域，**昊海生科目前生产及销售两类骨科关节腔注射产品，一种由玻璃酸钠制成，另一种则由医用几丁糖制成，并且是国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂生产商。
- 鲁商发展于2018年受让福瑞达集团，其中博士伦福瑞达的骨科玻璃酸钠注射液产品市场规模仅次于昊海。

表：昊海率先使用医用几丁糖制成骨科关节腔注射产品

公司	产品名称	主要品牌	产品用途
华熙生物	玻璃酸钠注射液	海力达	适用于膝关节骨关节炎、肩关节周围炎
博士伦福瑞达	玻璃酸钠注射液	施沛特	用于骨关节炎、肩周炎治疗
昊海生科	玻璃酸钠注射液	-	有助于改善关节组织的炎症反应，增强关节液的粘稠性与润滑功能，保护关节软骨，促进关节软骨的愈合和再生，缓解疼痛
	医用几丁糖(关节腔内注射用)	-	粘弹性补充物质直接恢复关节滑液的流变学特性，起到润滑关节的作用，并保护关节软骨

- **在眼科领域，**昊海生科是国内第一大眼科粘弹剂生产商；主要的人工晶状体生产商，拥有完整的人工晶状体产品组合，自产基础型及中端产品，经销高端产品，并且子公司 Contamac 是全球最大的独立视光材料生产商之一。
- 博士伦福瑞达主打眼科药品生产，受益于投资方美国博士伦在眼科领域的知名度和影响力，拥有“润舒”、“润洁”等知名产品。

表：昊海拥有完整人工晶状体产品组合

公司	产品名称	主要品牌	产品用途
昊海生科	人工晶状体	-	通过手术用人工晶状体替换原混浊的眼内晶体，解决因白内障致盲问题
	视光材料	-	用于生产人工晶状体、角膜接触镜等视光产品
	眼科粘弹剂	-	眼科手术中可以起到缓冲垫作用，保护眼内组织及角膜内皮细胞
	润眼液	-	用于隐形眼镜佩戴前后缓解眼干涩、疲劳
博士伦福瑞达	润眼液	润舒、润洁	为眼睛提供营养补给同时帮助缓解眼疲劳引起的眼睛干涩、酸胀
	眼科粘弹剂	爱维	眼科手术辅助用品
华熙生物	医用透明质酸钠凝胶	海视健	眼科手术辅助用医疗器械，用于白内障和人工晶体植入术

资料来源：公司官网，招股说明书，浙商证券研究所

2.1 产品之护肤：华熙主要品牌天猫销售收入规模及增速高于福瑞达

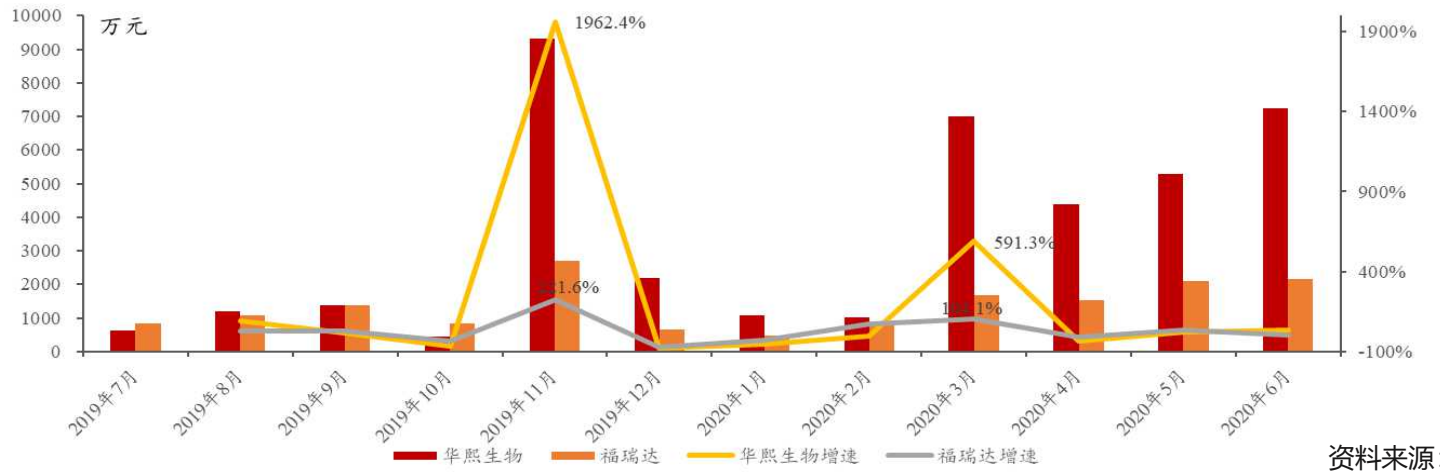
- 华熙和福瑞达产品均覆盖大众+中高端市场，华熙推出爆款产品“故宫口红”进军彩妆领域。

表：产品覆盖市场程度广，华熙进军彩妆

公司	主要品牌	明星产品	价格	产品用途
华熙生物	润百颜	次抛玻尿酸原液安瓶	369元/30ml	补水保湿滋润
		玻尿酸高保湿精华	229元/300ml	补水修护亮肤
		故宫口红	199元/支	唇部保湿
	丝丽	涂抹保湿水光精华	-	稳定皮肤、促进皮肤恢复
	米蓓尔	多元玻尿酸舒缓精华水	148元/100ml	补水保湿舒缓褪红
	德玛润	喷泉活水乳	139元/100ml	舒缓润养修护
	夸迪	5D玻尿酸精华液	368元/30ml	改善闭口和痘痘、细腻毛孔
福瑞达生物工程	颐莲	玻尿酸补水喷雾	79元/300ml	补水保湿舒缓
		神经酰胺修护水乳	198元/套	保湿修护
		玻尿酸水光肌原液面膜	89元/10片	补水保湿舒缓
	瑷尔博士	精研肌底前导精华露	208元/45g	改善局部暗沉、补水收缩毛孔
		益生菌精研修护套装	198-258元	滋养保湿，屏障修护
		玻尿酸凝胶	96元/40g	清爽保湿，屏障修护
	诠润	透明质酸钠修护面膜	188元/220g	补水保湿，修护皮肤屏障
	善颜	透明质酸肌底修护精华	379元/40g	补水保湿

- 从销售收入规模看，华熙从19年11月开始大幅超越福瑞达，并且总体增速更高，19年11月和20年3月环比增速分别为1962%和591%。

图：20年6月华熙生物天猫渠道销售收入为7231万元，约为福瑞达生物工程的3.4倍



资料来源：淘宝旗舰店，淘数据，浙商证券研究所

2.2 技术：华熙生物掌握先进核心技术，爱美客研发投入占比最高

- 华熙生物**依托微生物发酵技术和交联技术两大核心技术平台**：HA发酵产率达到10-13g/L(行业平均水平为6-7g/L)，高分子量可达4000kDa，低分子量可至2kDa；酶切法降解纯度可达97%且降解时间由12-15d缩短至5-6h；拥有多项交联技术可广泛应用于各领域以扩充产品线。
- 福瑞达**依托山东省药学科学院和山东省医药工业设计院两家省级科研院所，持有超200项专利技术**，成果转化率超90%，其集团创始人凌沛学深耕HA研发生产37年。
- **爱美客专注医美领域技术研发**，在原料组成上除HA，还包括羟丙基甲基纤维素、PVA 微球、利多卡因等其他有效成分。研发投入占比平均约10%，研发及技术人员占比高达23%，均领先可比公司，近两年研发投入比有所下滑系由于营业收入增长较快。

表：研发核心技术对比

公司	核心技术	备注
华熙生物	微生物发酵法生产透明质酸	大规模生产透明质酸的发酵产率已达到10-13g/L，远高于行业最优水平6-7g/L
	酶切法规模化生产低分子量及寡聚透明质酸技术	利用透明质酸酶规模化生产低分子量及寡聚透明质酸
	梯度3D交联透明质酸技术	解决了透明质酸在交联过程中的定向交联、有效交联、交联度精确控制的三大技术难题
	终端灭菌技术	使产品的无菌保证水平由千分之一提高至百万分之一
爱美客	多组分复合仿基质水凝胶技术	模仿细胞外基质，使材料具有良好的生物性
	固液渐变互穿交联技术	有效延长凝胶在体内的停留时间且交联剂用量更少
	水密型微球悬浮制备技术	制得的高弹性水凝胶微粒径可控，与透明质酸钠联合使用能提高产品对皮肤的支撑力
	组织液仿生技术	除填充效果外，还能促进胶原形成，实现改善皮肤皱纹的效果
	恒水精准切割技术	保证产品稳定性
昊海生物	透明质酸钠制剂制备核心技术	高压蒸汽灭菌提取/管道化鸡冠提取/无盐无有机溶剂纯化技术
	交联透明质酸凝胶制剂制备技术	单相交联
	透明质酸创新型交联技术	氨基酸交联/抑制透明质酸酶活性的交联/不对称结构的交联

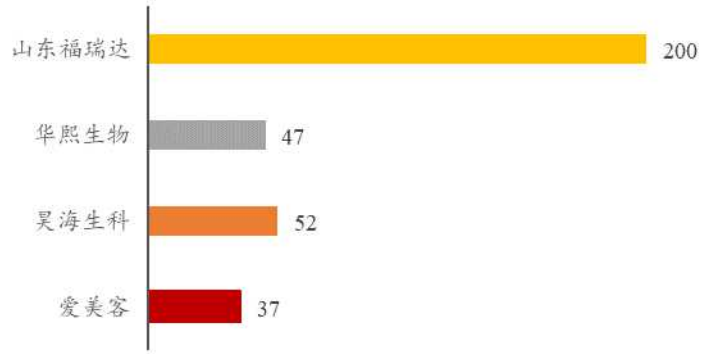
图：爱美客研发投入占比最高，达8.7%

注：鲁商发展研发费用率系研发投入总额/医药化妆品业务收入

图：爱美客研发及技术人员占比约为23%

注：鲁商发展系研发人员/医药化妆品业务人员比例

图：福瑞达拥有超200项专利技术



资料来源： 招股说明书，公司公告，浙商证券研究所

2.3 产能：企业产能逐步提升，华熙生物居榜首，爱美客产能利用率最高

- 从**透明质酸原料产能**看，鲁商发展全资子公司焦点生物新建成生产线后，产能可达300吨/年，或将赶超华熙生物。
- 从**终端产品产能**看，2018年华熙生物产能是其余公司3.5~44倍，稳居第一。
- 从**产能利用率**来看，华熙生物和昊海生科约为85%，爱美客超90%为最高。

华熙生物

	2019Q1			2018			2017			2016		
产品分类	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
透明质酸原料（吨）	50	54.19	108.38%	200	175.5	87.75%	200	132.78	66.39%	200	119.74	59.87%
医疗终端产品-针剂类（万支）	100	75.43	75.43%	400	379.13	94.78%	300	154.45	51.48%	300	188.28	62.76%
功能性护肤品-次抛原液（万支）	1000	646	64.66%	4000	3217.23	80.43%	1900	1327.32	69.86%	-	-	-

爱美客

	2019			2018			2017		
产品分类	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
主要产品（万支）	168.28	167.91	99.78%	96.59	95.19	98.55%	96.59	77.92	80.67%

昊海生科

		2019H1			2018			2017			2016		
公司	产品分类	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
昊海生科	眼科粘弹剂/玻璃酸钠注射液/医用透明质酸钠凝胶(万支)	250	232.08	92.83%	500	402.02	80.40%	500	323.43	64.69%	500	322.26	64.45%
其胜生物	眼科粘弹剂/玻尿酸/医用透明质酸钠凝胶(万支)	300	209.38	69.79%	500	454.73	90.95%	500	459.42	91.88%	500	345.24	69.05%
建华生物	眼科粘弹剂和医用透明质酸钠凝胶(万支)	100	27.06	27.06%	200	99.87	49.94%	200	78.43	39.22%	200	38.30	19.15%
河南宇宙	眼科粘弹剂(万支)	15	13.98	93.19%	30	31.73	105.78%	30	30.38	92.96%	2.5	1.72	68.67%

鲁商发展

全资子公司焦点生物透明质酸产能120吨/年，于2019年11月投资新建成一条生产线，产能300吨/年

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

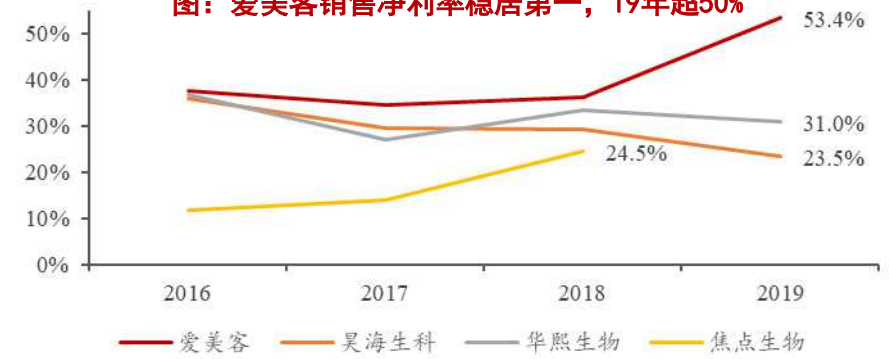
2.4 财务：华熙生物收入增速亮眼，爱美客毛利率位列第一

- 行业营收和归母净利润持续上升，其**中华熙生物和昊海生科远高于可比公司**，华熙生物近两年增速提高反超昊海生科。
- 行业利润率整体处于高位，其中**爱美客净利率和毛利率排名第一**。华熙生物销售HA原料业务拉低毛利率；昊海调低部分产品售价以响应国家招标政策及适应市场竞争，使得毛利率下降。
- 鲁商发展主要涉及地产业务，部分指标以焦点生物替代比较，体量虽小但增长趋势明显；并且单独剥离鲁商发展的化妆品及药品业务，毛利率可达60%。

图：华熙和昊海营收远高于可比公司

图：2019年华熙生物归母净利润最高，约为5.9亿

图：爱美客销售净利率稳居第一，19年超50%



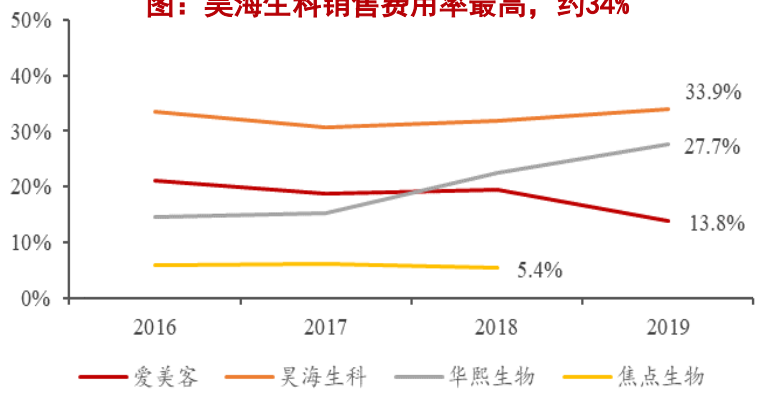
图：爱美客销售毛利率最高，约为93%

资料来源： 公司公告，浙商证券研究所

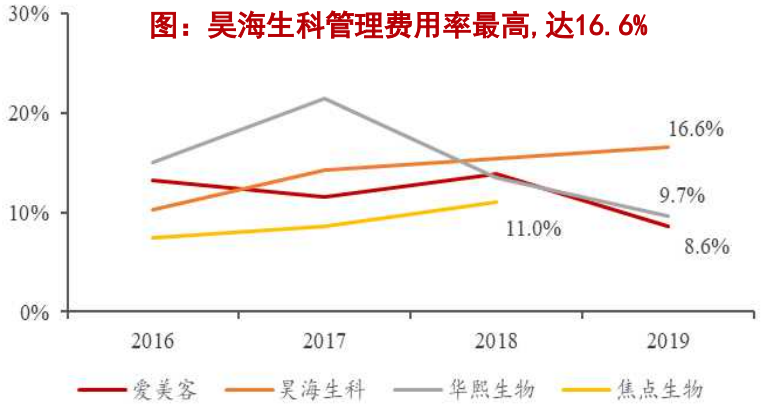
2.4 财务：销售和管理费用率昊海生科处于高位，财务费用率基本为负

- **从销售费用率看，**爱美客19年下降是因为注射用透明质酸钠产品适用简易办法征收，税率从17%降为3%；昊海生科受“两票制”影响，其对公立医院业务对应销售费用较高，且18年加大医美产品直销业务的开拓；华熙生物整体销售费用率在可比公司中较低是因为其原料业务收入占比超过50%，直接面向企业级客户使销售费用率降低，18年有所提高系因为其调整产品线、加强人才引进和团队建设以及加强产品宣传推广费用。
- **从管理费用率看，**爱美客和华熙生物管理费用逐年增加但费用率呈大幅下降趋势，主要因为营业收入增速提高。昊海管理费用率逐年升高是一系列境内外的收购导致行政管理人员及平均薪酬增加+眼科人工晶状体产业链的收购发生的中介咨询费用增加+无形资产摊销金额增加。
- **从财务费用率看，**爱美客主要为利息收入和银行手续费支出；昊海生科利息收入持续高于利息支出和汇兑损失；华可比公司现金流情况较好，财务费用率基本为负。熙生物受境外销售汇兑损益影响，17年以来人民币兑美元呈单边升值趋势相应产生汇兑损失，18 年伴随人民币贬值形成汇兑收益。

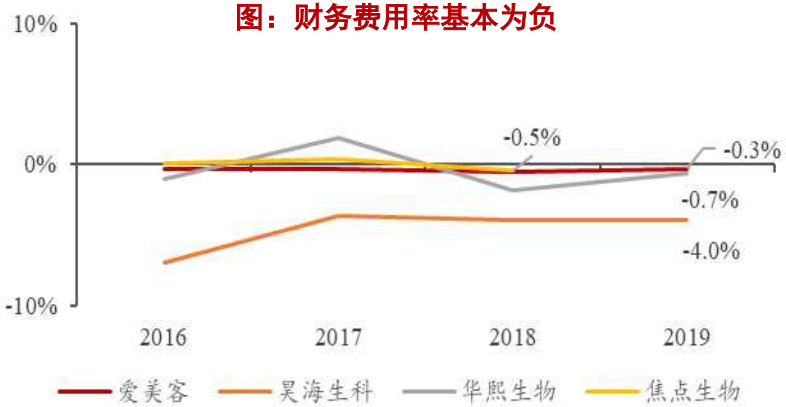
图：昊海生科销售费用率最高，约34%



图：昊海生科管理费用率最高，达16.6%



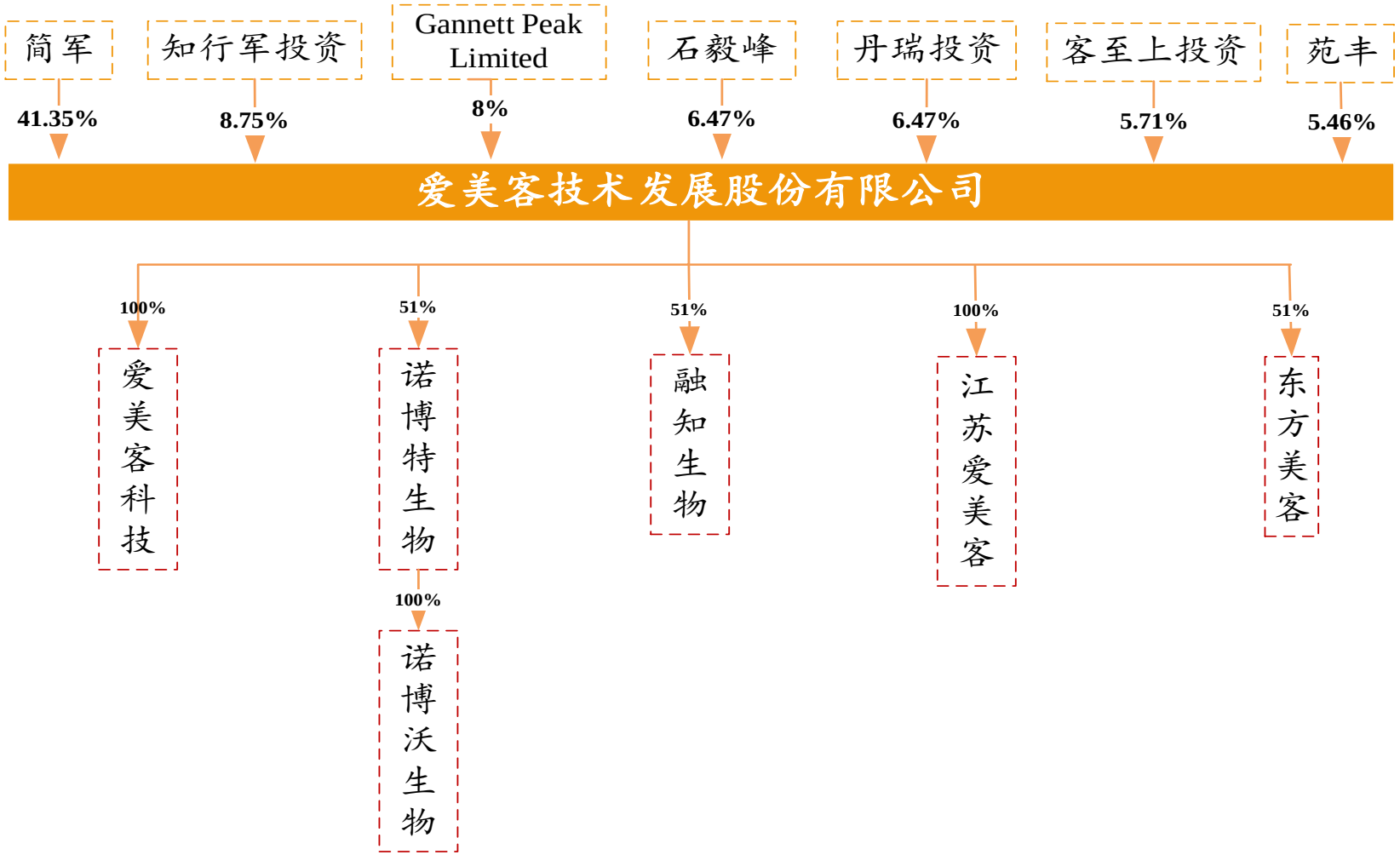
图：财务费用率基本为负



注：由于无法将鲁商发展期间费用中化妆品和药品业务剥离，故使用其子公司焦点生物替代比较

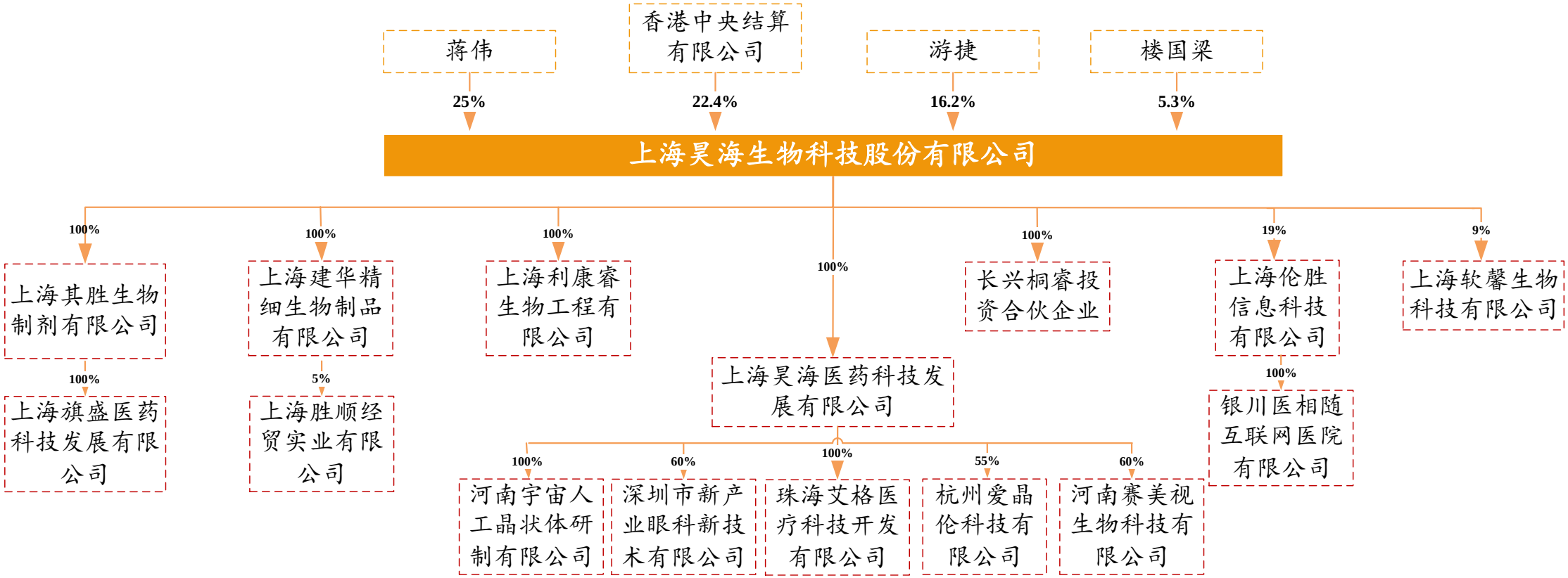
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.5 股权：爱美客股权结构简单，大股东股权占比高达82%



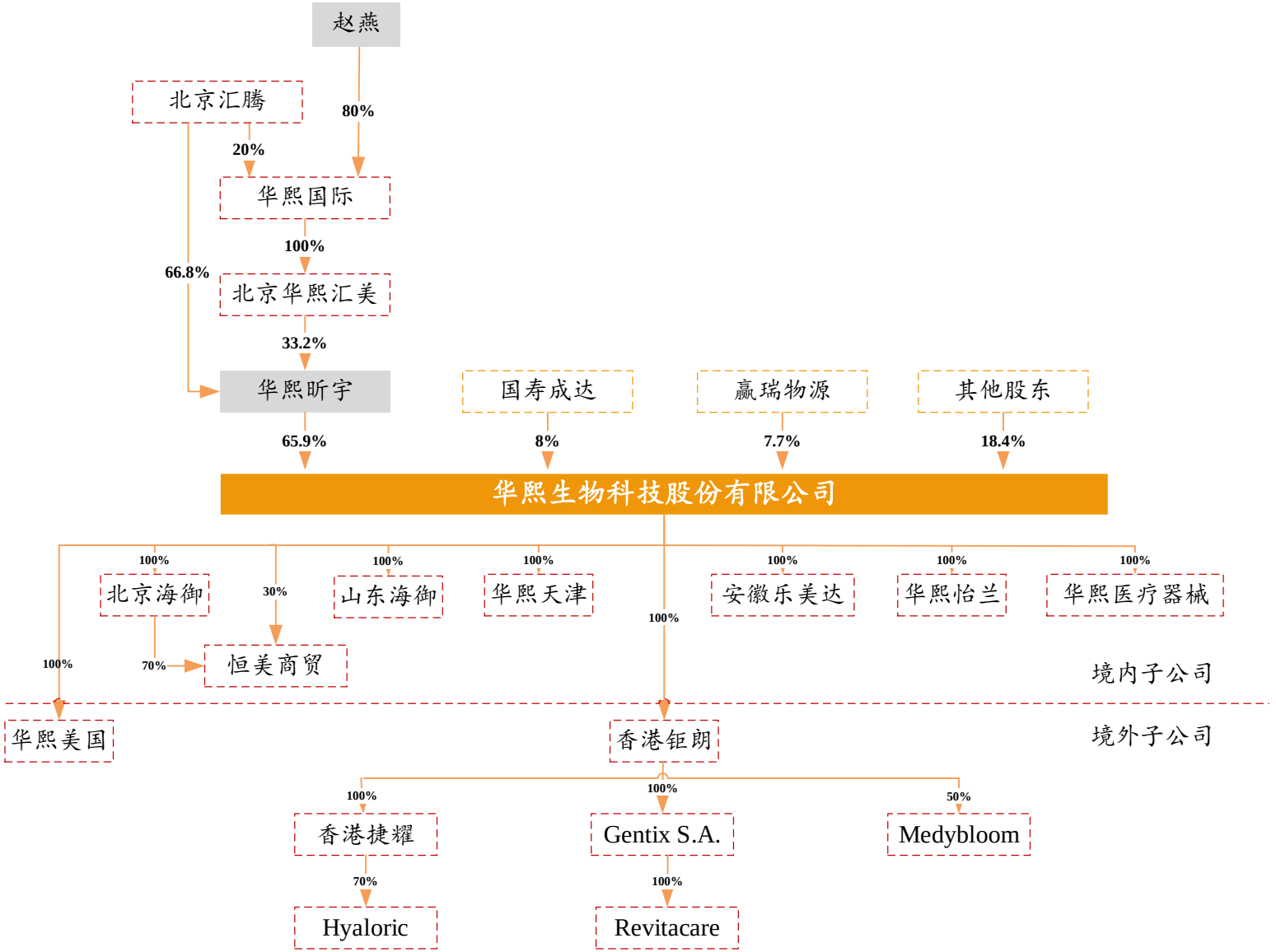
资料来源： 招股说明书，浙商证券研究所

2.5 股权：昊海生科股权结构稳定，依托收购子公司扩增产业链



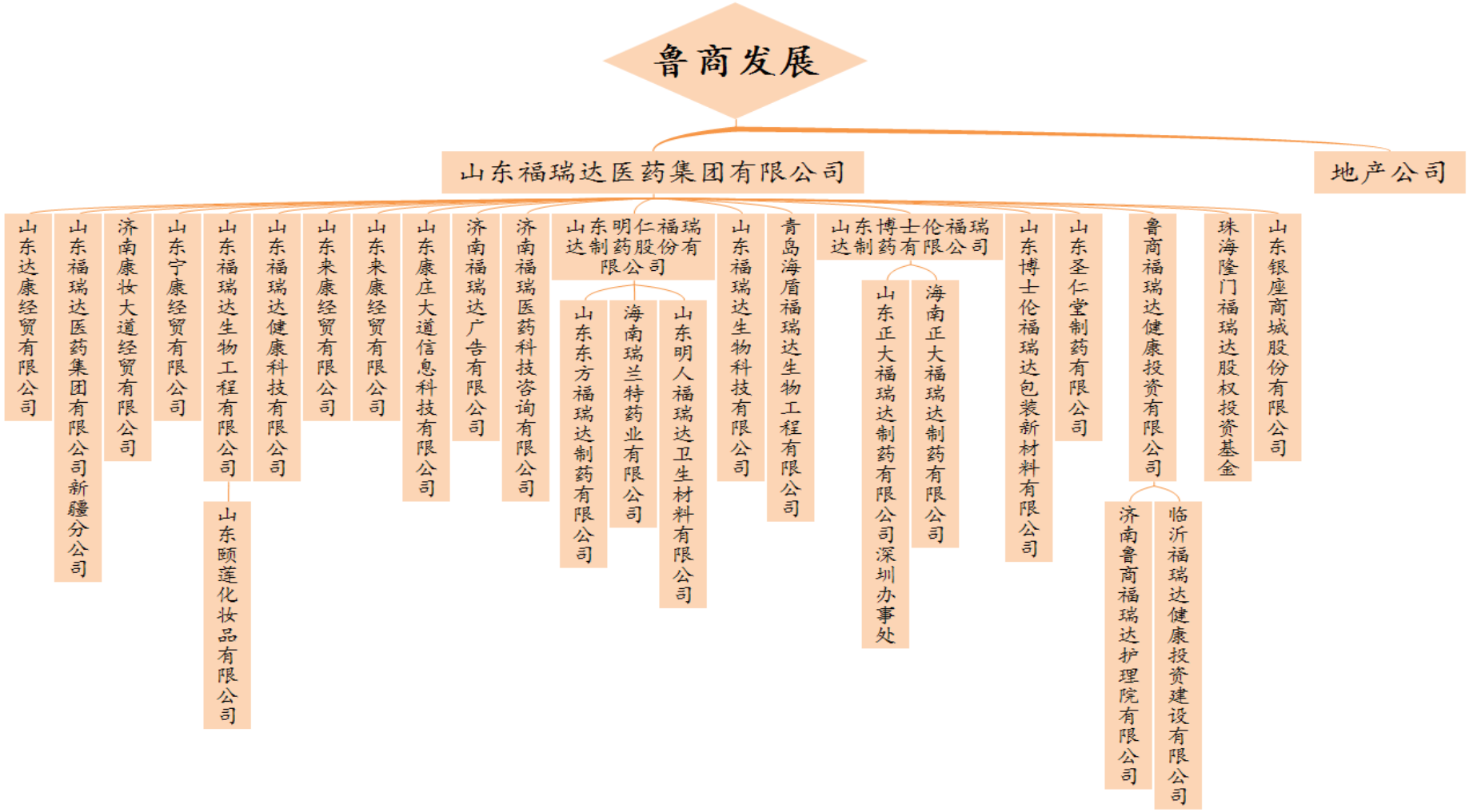
资料来源： wind，浙商证券研究所

2.5 华熙生物股权集中，已初步形成上下游全产业链平台



资料来源： 招股说明书，浙商证券研究所

2.5 股权：鲁商发展收购福瑞达集团，进军医疗和化妆品领域



资料来源： 企查查，浙商证券研究所

03 建议关注

03 玻尿酸行业波特五力模型：寡头格局稳固，坐享行业红利

购买者讨价还价能力不强：

从原料端看：华熙+焦点在全球原料市场占比近一半

从终端产品看：昊海+福瑞达在眼科和骨科领域市占率分别为70%和50%

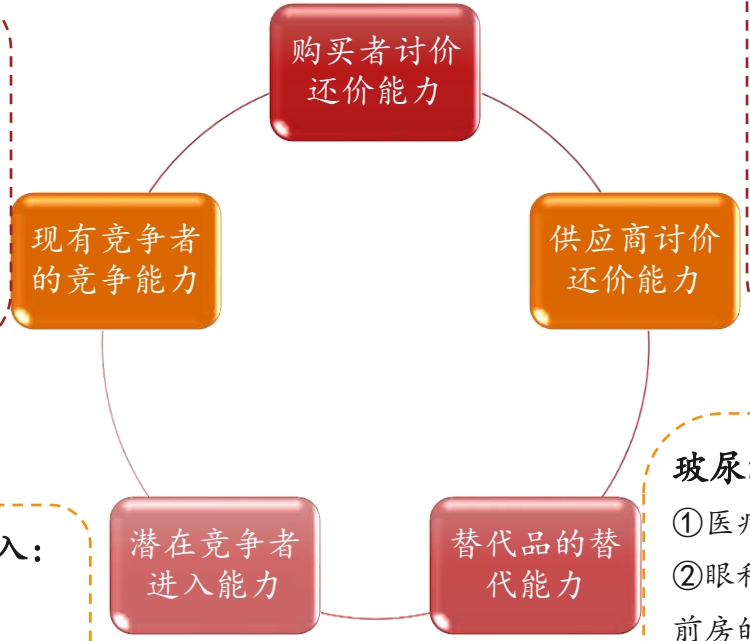
细分赛道各自为营：

①爱美客深耕医美领域，医美终端产品销售额居国产第一；

②昊海生科专注眼科+骨科终端产品，形成全产业布局；

③华熙生物研发技术雄厚+规模量产化能力建立成本壁垒；

④鲁商发展收购福瑞达+焦点生物，背靠两家省级科研院所+扩产能成未来增长点。



图：华熙生物原材料采购均价（单位：元/KG）

原材料	2019Q1	2018	2017	2016
蛋白	37.1	32.06	35.36	36.73
酵母粉	60.72	53.73	63.2	63.95
葡萄糖	2.6	2.69	2.99	2.49
乙醇	4924.01	4937.78	4511.41	5006.84

上游供应商议价能力较弱：

以华熙生物原材料供应为例，近年来原材料价格稳定并略有下降趋势，且原材料供应充足，可供选择供应商数量多

双重技术壁垒+两大先发优势阻挡潜在竞争者进入：

①原料生产+终端应用，双重技术壁垒夯实行业护城河；

②研发能力+规模量产能力，玻尿酸发展前期龙头企业瓜分存量市场并为研发及扩产奠定基础，先发优势显著。

玻尿酸终端市场稳定，可替代性小：

①医疗美容：静态除皱效果佳；

②眼科：在治疗白内障、青光眼等疾病的手术中，可以起到良好支撑前房的作用，相比而言成分更健康；

③骨科：在国家用药管制下，其它关节腔注射药物整体市场14-18年减少了约9.5亿元，而玻尿酸注射液14-18年复合增长率仍为0.6%；

④化妆品：有独特的保湿特性，1个玻尿酸分子可携带500倍以上的水分，多款护肤爆品均以玻尿酸为主打成分。

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

03 建议关注：爱美客+昊海生科+华熙生物+鲁商发展

➢ 玻尿酸行业迎来**医疗健康+化妆品+保健食品**三大行业时代性机遇，各公司在细分领域**积累禀赋**，蓄势待发。

表：建议关注标的

公司代码	公司名称	简要点评
已过会	爱美客	爱美客专注医美领域，相继推出针对面部、颈部褶皱皮肤修复的多个国内首款产品；医美HA终端产品居国产品牌第一，研发投入+研发与技术人员占比高支撑其自主研发
688366.SH	昊海生科	深耕医药级HA终端产品，眼科产品形成了以人工晶状体、眼科粘弹剂为核心的眼科耗材产品线，骨科产品同时拥有玻璃酸钠注射液+医用几丁糖，在中国骨科和眼科手术市场占有率均位于首位
688363.SH	华熙生物	依托微生物发酵+交联两大科技平台实现四大技术突破，研发技术雄厚建立成本壁垒；拥有上下游全产业链且产品品类齐全；HA原料销量为全球第一
600223.SH	鲁商发展	相继收购福瑞达集团和焦点生物，开始涉及以HA为原料的化妆品、保健食品、眼科及骨科产品的研发和生产，依托两家省级科研院所+扩产能成未来看点

表：Wind一致预期

		EPS			PE（2020/8/2）		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688366.SH	昊海生科	2.27	2.72	2.95	59	49	45
688363.SH	华熙生物	1.54	2.07	2.68	94	70	54
600223.SH	鲁商发展	0.42	0.54	0.73	37	29	21

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

行业评级与免责声明

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好 ：行业指数相对于沪深300指数表现＋10%以上；

2、中性 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%～＋10%以上；

3、看淡 ：行业指数相对于沪深300指数表现－10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业评级与免责声明

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

联系方式

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告